

39/2025/GPW (103) 30 listopada 2025

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

Atrem

Najważniejsze zagadnienia	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia.....	2
Czynniki ryzyka	3
Katalizatory	3
Zastrzeżenia prawne	4

39/2025/GPW (103) 30 listopada 2025

Analityk: Maciej Wewiórski, Michał Zamel

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

Atrem

Sektor: Budownictwo

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)

Kurs: 49,20 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 74,3 zł (↑)

Kapitalizacja: 124 mln US\$

Bloomberg: ATR PW

Średni obrót dzienny: 0,11 mln US\$

12M przedział kursowy: 11,30-52,80 zł

Free float: 23%

Najważniejsze zagadnienia

■ **Opinia inwestycyjna.** Podtrzymujemy naszą opinię z raportu inicjującego wydanego w sierpniu br. Ogromne wydatki na sieci przesyłowe planowane przez największe spółki energetyczne oraz operatora sieci przesyłowych powinny pozwolić Spółce na znaczące zwiększenie skali biznesu w kolejnych latach. Przewagi konkurencyjne takie jak niskie wydatki kapitałowe, ujemny kapitał obrotowy netto czy relatywnie niskie koszty stałe powinny pozytywnie wpłynąć na marże. Szansą dla Spółki są również biometanownie oraz inwestycje w energetykę niezwiązane bezpośrednio z modernizacją sieci np. elektrownia atomowa, CPK, wiatraki, które również wymuszają nakłady na budowę oraz przebudowę sieci energetycznych. Dodatkowym czynnikiem wsparcia w najbliższych latach będą wydatki na infrastrukturę wojskową.

■ **Wyniki finansowe za III kw. 2025.** Wyniki za III kwartał były solidne. Przychody wyniosły 89,7 mln zł, co oznacza 82% r/r (46% r/r po wyłączeniu udziału największego obecnie realizowanego kontraktu dla Orlenu). Marże w omawianym okresie pozostały na poziomie obserwowanym w I półroczu. W konsekwencji zysk brutto na sprzedaży/ EBITDA/ EBIT/ zysk netto wyniosły 17,7/ 13,3/ 12,6/ 10,3 mln zł (+45%/47%/ 47%/ 49% r/r). Przepływy operacyjne były wyraźnie niższe niż rok temu, co jest związane z zaangażowaniem środków finansowych w kapitał obrotowy. Wydatki inwestycyjne pozostały na bardzo niskim poziomie (-0,2 mln zł).

■ **Oczekiwania wyników finansowych za IV kw. 2025 r.** Biorąc pod uwagę mocne wyniki III kwartału oraz oczekiwane podpisanie szeregu

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

PSR skonsolidowane		2024	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż	mln PLN	187,4	277,4	324,5	379,7
EBITDA	mln PLN	21,7	36,2	41,9	48,6
EBIT	mln PLN	19,7	33,6	39,3	46,0
Zysk netto	mln PLN	15,6	28,8	34,0	40,1
EPS	PLN	1,69	3,12	3,68	4,34
Zmiana EPS rok-na-rok	%	162,2	84,3	18,1	17,9
Dług netto	mln PLN	-31,7	-50,2	-62,4	-76,8
P/E	x	28,9	15,7	13,3	11,2
P/CE	x	25,5	14,4	12,3	10,5
EV/EBITDA	x	19,3	11,1	9,3	7,7
EV/EBIT	x	21,3	11,9	9,9	8,1
EV/Sprzedaż	x	2,2	1,4	1,2	1,0
Stopa dywidendy brutto	%	1,0	3,5	5,7	6,8
DPS	PLN	0,49	1,69	2,81	3,31
Liczba akcji	m	9,2	9,2	9,2	9,2

Mnożniki obliczone na dzień 26.11.2025

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Ostatnie wydarzenia

1. Wyniki finansowe za 2024 rok: 24 marca 2025
2. Wyniki finansowe za I kw. 2025: 22 maja 2025
3. Dzień dywidendy: 11 sierpnia 2025
4. Wyniki finansowe za I półrocze 2025: 27 sierpnia 2025
5. Wyniki finansowe za III kw. 2025: 17 listopada 2025

Najbliższe wydarzenia

1. Wyniki finansowe za IV kw. 2025: marzec-kwiecień 2026
2. Wyniki finansowe za I kw. 2026: maj 2026
3. Wyniki finansowe za I półrocze 2026: sierpień 2026
4. Wyniki finansowe za III kw. 2026: listopad 2026

kontraktów w końcówce roku, spodziewamy się solidnych wyników. W konsekwencji prognozujemy sprzedaż/ EBITDA/ EBIT/ zysk netto na poziomie 85,4/ 9,5/ 8,9/ 7,8 mln zł, co oznacza wzrost o 31%/ 50%/ 58%/ 86% r/r.

■ **Całoroczne prognozy na 2025 rok.** W oczekiwaniu mocnej II połowy roku i nowych kontraktów jak np. rozszerzenie tego z Orlenem, podwyższamy nasze prognozy na 2025 rok. Oczekujemy sprzedaży/ EBITDA/ EBIT/ zysku netto na poziomie 277,4/ 36,2/ 33,6/ 28,8 mln zł, czyli o kilkanaście procent powyżej prognoz z sierpniowego raportu.

■ **Perspektywy na 2026 rok.** Podtrzymujemy założenia odnośnie następnego roku. Biorąc pod uwagę (i) korzystne otoczenie rynkowe (widoczny wpływ pozyskania środków z KPO przez spółki energetyczne), (ii) dalszy rozwój projektów infrastrukturalnych (wiatraki morskie, CPK), (iii) pozyskiwanie kolejnych kontraktów z obszaru energetycznego oraz infrastruktury wojskowej oraz (iv) możliwe korzystne zmiany regulacyjne (biometanownie, wiatraki na lądzie na poziomie rozporządzeń) spodziewamy się dalszego wzrostu wyników. Mając na uwadze podwyższenie prognoz na 2025 rok nieznacznie obniżamy dynamikę sprzedaży z 20% na 17% dla lat 2026-2030. W konsekwencji prognozujemy sprzedaż/ EBITDA/ EBIT/ zysk netto w wysokości 324,5/ 41,9/ 39,3/ 34 mln zł, co przekłada się na 17%/ 16%/ 17%/ 18% wzrost r/r. W naszych założeniach nie uwzględniamy

wydatków inwestycyjnych z tytułu ewentualnych przejęć (np. w obszarze biometanu).

■ **Dywidenda.** Korzystna sytuacja płynnościowa i rosnące wyniki powinny sprzyjać utrzymaniu wypłaty dywidendy; prognozujemy dywidendę w wysokości 2,8 zł na akcję w 2026.

■ **Ryzyko dla prognoz finansowych.** Głównym ryzykiem dla realizacji powyższych prognoz są czynniki wpływające na marżę, niedobór kluczowych pracowników, presja na koszty materiałów i presja podwykonawców, a po stronie przychodowej opóźnienia w ogłaszaniu przetargów.

■ **Wycena.** Nasza 12-miesięczna cena docelowa, będąca złożeniem wyceny DCF FCFE oraz porównawczej w proporcji 50-50%, rośnie do 74,3 zł na akcję w konsekwencji wyższych prognoz, obniżenia premii za ryzyko z 5,9% do 5,5% i przesunięcia horyzontu wyceny do przodu.

■ **Rekomendowane działanie.** Nasze rekomendacje Kupuj/ Przeważaj pozostają bez zmian. Biorąc pod uwagę bardzo korzystne warunki rynkowe i wysoką efektywność operacyjną Spółki, podtrzymujemy rekomendację fundamentalną Kupuj, a w oczekiwaniu ogłoszenia szeregu (mniejszych) kontraktów w nadchodzących miesiącach oraz zauważalny wpływ dużych kontraktów nasza relatywna rekomendacja Przeważaj również pozostaje bez zmian.

Tabela 1. Atrem; Zmiany prognoz

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2025P			2026P			2027P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Sprzedaż	277,4	234,3	18%	324,5	281,1	15%	379,7	337,4	13%
EBITDA	36,2	31,0	17%	41,9	36,6	14%	48,6	43,5	12%
EBIT	33,6	28,4	18%	39,3	34,0	16%	46,0	40,8	13%
Zysk netto	28,8	24,4	18%	34,0	29,4	16%	40,1	35,6	13%
Dług netto	0,1	-41,9	-100%	-12,1	-53,5	-77%	-26,5	-67,6	-61%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Czynniki ryzyka

1. Niedobór/ utrata kadry pracowniczej
2. Wysokie ceny surowców
3. Presja cenowa podwykonawców
4. Pogorszenie płynności finansowej
5. Wahania koniunktury gospodarczej w Polsce

Katalizatory

1. Duże inwestycje w energetykę, zwłaszcza sieci przesyłowe
2. Znaczące inwestycje w sektor obronny
3. Regularne pozyskiwanie kontraktów
4. Wypłaty dywidend (pomimo oczekiwanego wzrostu zapotrzebowania na kapitał)

PODSTAWOWE POJĘCIA

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonych.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedoważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaż	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	36	34	6	4	0	3
Procenty	43%	41%	7%	5%	0%	4%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	23	39	14	4	0	3
Procenty	28%	47%	17%	5%	0%	4%

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

Odpisy na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Rekomendacje fundamentalne

Analitik	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Atrem									
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	Kupuj	-	03.09.2025	-	03.09.2025	Not later than 03.09.2026	17%	9%	42,00 51,80 -
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	-	-	45,80 51,80 →
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	30.11.2025	01.12.2025	-	-	-	49,20 74,30 →

* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Rekomendacje relatywne

Analitik	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Atrem							
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	Przeważaj	-	03.09.2025	-	03.09.2025	Nie później niż 03.09.2026	9%
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	30.11.2025	01.12.2025	-	-

* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej: „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 1 grudnia 2025 r., godz. 6:55.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 1 grudnia 2025 r., godz. 7:05.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#atrem>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#atrem>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: <https://bossa.pl/analizy/rekomendacje>

Maklerzy

Piotr Kalbarczyk
tel.: +48 (22) 504 32 43
p.kalbarczyk@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra konsumpcyjne,
ochrona zdrowia & biotechnologia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Surowce (Chemia, górnictwo, paliwa))

Michał Sobolewski, CFA, FRM
(Banki i finanse specjalne)

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja,
dobra podstawowe i konsumpcyjne,
dystrybutorzy IT)

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stępień
(Dobra podstawowe i konsumpcyjne,
media & rozrywka)

Michał Zamel
Młodszy analityk

Copyright © 2025 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony
Środowiska Spółka Akcyjna**
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
bossa.pl
Informacja: (+48) 0 801 104 104